

# The Legal Application of Investment-linked Insurance

著者	李 游
号	28
学位授与機関	Tohoku University
学位授与番号	法博第143号
URL	<a href="http://hdl.handle.net/10097/00133139">http://hdl.handle.net/10097/00133139</a>

李 游

学位の種類 博士（法学）

学位記番号 法博第 143 号

学位授与年月日 令和 3 年 3 月 2 5 日

学位論文題目：The Legal Application of Investment-linked Insurance

論文審査委員（主査） 得津 晶

森田 果

SHI Tiantao

TANG Xin

## 1. 本論文の概要

本論文は、日本でも変額保険等の名称で問題となった投資型生命保険（Investment-linked insurance; ILI、投資家が保険料として事業者を支払った金銭を投資口座〔Investment Account〕で運用し、被保険者死亡などの給付事由発生時に保険金受取人〔Beneficiary〕に投資の成果を保険給付として支払う金融商品）のあるべき規制を検討した論文である。本論文では、規制のアプローチが対照的に異なる中国法とアメリカ法を中心に、日本法、台湾法を付加的に検討し、研究手法として比較法によるモデル化をおこなったものである。そして、投資型生命保険に対する規制のモデルに、アメリカ法の採用する「形式よりも実質」（substance over form）アプローチと中国法の採用する縦割り規制（classified operation and classified regulation）アプローチの2つがあることを示し、前者が望ましい方向であるという規範的な結論を示すとともに、このような2つのアプローチモデルがなぜ生じたのかについて記述的な分析を試みたものである。

本論文は、全3部・全8章によって構成される。第1部は、研究の背景と研究課題を描出し本論文の問題提起をなす部分である。第1章の導入と第2章の既存の法的枠組みに基づく帰結の差異のレビューによって解決すべき課題を提示する。第2部は、個別の法的諸問題の分析である。第3章が投資型生命保険の法的性質論とそれに伴う規制のアプローチのあり方を、第4章が投資型生命保険の投資部門（投資口座）の私法上の法律関係を、第5章が公法（監督規制・金融規制）上の法律問題を取り扱う。第3部は、結論部分というべき箇所であり、第6章では規範的な結論として、第2部までに指摘した中国法の問題点に対する解決策を提示する。次いで、第7章は、記述的な分析として、第2部までに指摘した中国法の縦割り規制アプローチとアメリカ法の「形式よりも実質」アプローチという差異が生じた原因を分析する。最後に第8章が本論文の結論を要約する。

## 第1部：研究の背景と諸問題

まず、第1章では、問題の背景として、投資型生命保険が中国やアメリカ、日本でどのように普及していったのかの経緯、そして各国におけるトラブルを紹介する。そして、アメリカと中国の従来の文献をレビューし、アメリカでは、投資型生命保険が登場したばかりの1950年代には、投資型生命保険を保険と扱われてきたが、多くの学説が証券(security)とみるべきとし、その結果、裁判所も証券と認定するようになったことで、証券法や投資会社法が適用されてきたことを紹介する。日本や台湾では、保険と扱われながらも、証券を念頭に発展した適合性原則が裁判例や広義の金融商品に一律に適用される特別法(日本金融商品販売法〔現・金融サービス提供法〕、2011年台湾金融消費者保護法)などによって適用されてきた。これに対して、21世紀に入って投資型生命保険が登場した中国では、学界は証券として投資家保護を充実させるべきという見解があったものの、実務上はあくまで保険として取り扱われている。その後、中国では、投資型生命保険の普及が進むものの、法的な研究は進まず、証券法を適用すべきという学説も、投資型生命保険のどの部分に適用するか、証券規制のうちどのような規制を適用すべきなのか、あるいは私法上の法律関係をどのように考えるのかといった問題は扱われてこなかったことを紹介する。そして、第3章以下で検討する諸問題を紹介する。

第2章では、中国における現在の投資型生命保険に対する規制の枠組みを紹介する。現在の中国法の下では保険と証券とは区別され、保険であればCIRC(保険監督委員会)、証券であればCSRC(証監会)が管轄する。中国では、投資型生命保険は、CIRCによって①保険保証機能、②顧客ごとに独立の投資口座、③個人保険の3つの要素を有する金融商品と定義されており、証券ではなく保険と分類される。

証券と分類されれば、証券法が適用され、厳格な情報開示規制、行為規制、利益相反防止規制が適用されるのに対して、保険と分類されれば、ソルベンシー(財務の健全性確保)規制しか課されないというのは中国、日本、アメリカで共通する。さらに、中国には、保険・証券を問わず金融商品に横断的に適用されるアメリカの信託義務の議論や日本の金融サービス提供法といった販売規制は存在せず、債務不履行・契約締結前の過失といった民事責任を追及する場合であっても、懲罰的賠償やクラスアクションは存在しない。さらに投資型生命保険は中国保険法上、物保険ではなく人保険(12条)と分類されるため利得禁止原則の適用もない。むしろ、保険と性質決定されると、事業者が情報開示義務を負うどころか、信義誠実の原則(中国保険法5条)ないし最大善意の原則が適用されることで、告知義務に代表されるように契約者側に事業者への広範な情報提供義務が課される。

このように機能的に類似する金融商品と比して投資型生命保険では消費者・投資家側の保護が弱く、不利となっているのは、金融規制が業界ごとに区分されており、縦割りに適用されるアプローチがとられている点に原因があるとし、本論文の考える問題点が析出される。

## 第2部：現行法上の問題点の分析

第3章では、投資型生命保険の法的性質とそれに基づいた規制のアプローチが検討される。まず、米国法について2つの判例（SEC v. Variable Annuity Life Insurance Company (VALIC); SEC v. United Ben. Life Ins. Co (UBLIC)）によって、投資型生命保険は証券と認定され、証券法上の規制が課されることとなった。米国判例法が、証券と性質決定した決め手は、従前の Howey 基準により、消費者・顧客が投資リスクを負担する点にあった。つまり投資型生命保険では支払われた保険料が顧客ごとに個別の運用口座にプールされ、他の保険商品のように大数の原則が働かずリスクが分散されていない点にある。また、米国では証券は連邦管轄、保険は州管轄であることから、連邦（SEC）が証券と認定した投資型生命保険に対して、一部の州は重ねて保険として規制を課している。

これに対して、日本や台湾法は、投資型生命保険を保険として扱う。だが、日本では変額保険に対して一部の裁判例が説明義務違反に基づく損害賠償請求を認め、損害を受けるおそれのある保険契約（投資性のある保険契約）を特定保険契約として特別規定を設けた（保険業法 300 条の 2）。また、台湾法は 2011 年 6 月に投資消費者保護法を立法し、保険なのか証券なのかという性質決定に関わらず、完全な投資裁量があれば投資信託助言業者法の登録を必要とし、金融サービス事業者の信託義務や損害賠償額の推定規定などが設けられた。

これらから、中国の縦割り規制アプローチに照らして、アメリカ法を「形式より実質」アプローチとモデル化し、日本、台湾も後者のアプローチに接近しており、国際的な方向性が「形式より実質」アプローチにあることを示す。

第4章は、投資運用口座の私法上の地位を取り扱う。本論文は、投資型生命保険を、保険部分と投資口座部分の2つの法律関係に分けることを提唱する。後者の法的性質には、委任契約、信託、新しい財産管理制度（非典型契約あるいは混合契約）といった複数の考え方があり、民法上の代理人よりも厳格な責任が課されているものの、その法的性質は明らかではない。そこで、本論文は、投資型生命保険の投資口座部分を、証券ファンド法2条の証券投資ファンド契約に相当するとし、同契約と同様に、信託同様の倒産隔離効や信託義務を認めつつ、証券法の適用を基礎づける。これは、投資型生命保険のうち変額年金・変額保険の投資口座を投資会社（investment company）と明記して1940年投資会社法を適用した米国法及びその後の米国判例のアプローチを参考にしたものである。

第5章は、公法すなわち金融監督規制の適用関係の明確化のために「形式より実質」アプローチを採用することを提唱する。まず、中国において、当初、証監会が投資型生命保険を規制する意欲があったにもかかわらず、結局、保険監督委員会（CIRC）が規制管轄を有することとなった経緯を概観する。2000年以降、保険監督委員会（CIRC）は、投資型生命保険に対して、情報開示規制など証券投資ファンドに近い規制を課そうと動き出すが不完全・不徹底であり、その後、2000年代の金融危機によって多くの投資家被害が発生したことを紹介し、保険監督委員会（CIRC）が通達ベースで販売規制（販売資格規制や適合性原則な

ど)を課していることを紹介する。ただし、通達ベースのルールには多くの矛盾点の存在や民事責任の請求原因とならないといった問題がある。

本論文は、グループ会社経営による金融のコングロマリット化などにより、中国でも規制の arbitrage が生じているため、金融危機を未然に防止し (macro prudent)、個別の金融機関の健全性確保 (micro prudent) という 2 つの目的を達成するためには、法的性質ではなく、機能ごとに金融規制を構築すべきであるとする。そのためには、英国 FSA のように監督機関を 1 つに統合する必要は必ずしもなく、複数の機関が存在しても構わないので、金融危機防止策、個別の金融機関健全性確保、そして消費者保護を実現すべきであるとする。現在、中国では、金融安定発展委員会 (Stable Financial Development Commission under the State Council) が、各金融セクターの監督機関を横断的に金融業の監督を図る動きができているが、あくまでマクロレベルの金融危機防止の観点にとどまっており、投資家・消費者保護のための横断的な規制が不十分であるとする。本論文では、機能ごとの規制の具体的な形として、過剰規制にならないように注意しつつ販売セクターである銀行監督 (銀监会〔銀行監督委員会; CBRC〕) 等も含めた複数の監督機関が共同して規制を課することを提案する。

### 第 3 部：結論

第 6 章は、中国法に対する具体的な改善策のリストを提示する。保険法上の「誠実義務」の領域では、保険契約者の告知義務を現行法 (16 条) の保険契約者に加えて被保険者も義務者とし、告知義務違反の効果として、義務違反の主観的態様に応じた柔軟な解決を認めつつ、支払われなくなる投資型生命保険の保険給付は保険事故リスクに相当する保険料支払い部分のみであり、投資運用部分は返金されるべきであるとする。保険会社が負う説明義務では、米国判例法、日本法、台湾法を参考に、投資運用部分について、既存の保険法上の説明義務免除の例外条項を適用せず、説明義務の対象とすべきとする。

適合性原則については、中国法上は下位の行政規制 (通達) しか存在しないところ、業界規制しか有しない米国が判例によって証券法の rule 10b-5 を活用することで民事責任をエンフォースしていることや不法行為による救済を示唆する日本の最高裁判例などを参考に、行政通達を法律レベルに引き上げて、民事法による救済に結び付けるべきであるとする。

投資口座部分の情報開示規制については、具体的に何を開示すべきかのルールが不十分であるため、証券投資ファンドの詳細な開示ルールに従い、SEC の登録フォームのようなフォーマットを設けるべきであるとする。また、開示にはわかりやすさや重要事項の開示も要求すべきであるとする。

保険会社側が負う信託義務の表れとして、報酬・手数料等の利益相反に関する情報開示を強化すべきである。また、投資運用の際の注意義務の基準として prudent investor 基準を採用し、義務違反の有無の判定の際の具体的な判断要素は米国法に倣うべきである。

そして、投資型生命保険には、保険法、信託法、証券投資ファンド法など様々な法律が絡むのは避けられないとして、法律間の適用競争や調整、場合によっては適用除外などが生じ

るとする。

第7章では、現状、中国法のような縦割りアプローチとアメリカ法の「形式より実質アプローチ」といった差異がなぜ生じたのかの原因を記述的に分析する。本論文はその原因としていくつかの候補ないし仮説を挙げる。まず、規制監督機関の行動原理ないしインセンティブの違いを挙げる。アメリカでは SEC が投資型生命保険に証券法を適用することに積極的であったのに対して、中国では、保険監督委員会（CIRC）と証監会のいずれも規制の適用に消極的であった。その背景には、アメリカでは連邦と州の管轄争いがあるのに対して、中国では規制監督機関間に明白な対立がないということが影響しているのかもしれない。また、米国は判例法国家として判例が法源となるというだけでなく、金融市場には様々な自主規制が存在するのに対し、中国では国家による行政規制にのみ着目され、裁判所の判断に委ねるということが注目されていないというのも原因かもしれない。裁判所の判断は事案によって異なるため、判例法はより柔軟に解釈しなおすことが可能である。また、証券(security)の概念が一般条項的であることから新たな商品を解釈によって追加できる米国法に対し、中国証券法は限定列举とされている点も影響しているとする。

そして、上記のような差異を生んだのは、米国は資本市場・自由市場の発達が中国よりも早期に成熟したため、規制権限を中央集権ではなく自主規制機関を含めて分散させていこうという発想となじみやすかったのに対し、計画経済が実施されてきた中国では行政機関の権限がより強いということや、1929-1933 年の世界恐慌後に金融関連諸法が登場し、90 年代後半に資本市場法を整備した中国よりも長い歴史を有するアメリカ法では、金融関連法の完成度が高いということ、そして、中国は、法律にかかわらず、社会の安定を重視し、政府によるエンフォースメントを重視しているという社会であるといったことから生じた Path-dependence であるとする。

## 2. 本論文の評価

本論文は、日本でも 1990 年代のバブル崩壊時に問題となり注目された変額保険のような投資型生命保険に対する中国とアメリカの法規制の包括的な研究である。アメリカにおいては、銀行（FRB）、証券（SEC）、保険（各州の保険監督機関）、先物取引（CFTC）など金融商品ごとにルールのみならず規制監督機関も異なることから、それぞれの金融領域ごとの規制についての研究は存在しても、分野横断的な研究は乏しい。そのため、投資型生命保険についても、従来から指摘されていた問題であるにもかかわらず、本格的な比較法研究が存在しなかった。本研究はかかる研究の間隙を埋める重要な研究である。

投資型生命保険に対して、日本を含め諸外国で少なからず消費者・投資家にとってトラブルとなってきたことから、投資家保護規制を強化すべきであるという方向性は示されてきたものの、それを法律構成レベルでいかに実現するのかについては、一般条項的な説明義務や適合性原則の拡張を超える議論は存在しなかった。これまでも投資商品に関するトラブ

ルにおいては、米国に倣って証券規制を拡大させるべきであるという見解が示されることは多かった。これは、日本、中国を含め、多くの国で、証券の領域では情報開示（mandatory disclosure）や行為規制、利益相反規制など投資家保護のルールが充実してきたことで、証券法の適用は 1 つの魅力ある解決策となっていたからである。だが、米国証券法上の security 概念と、大陸法・制定法の証券（有価証券）概念とでは、解釈による拡張を許す一般条項型か、解釈による拡張を認めない限定列举型かの違いがあり、簡単には解決できない問題であった。大陸法では、新たな商品に証券規制を適用するためには立法が必要であるとされてきたところ、その上、投資型生命保険は、保険という法的性質を有しており、これまた多くの国では、銀行・保険・証券は金融の三大領域とされていることから、そのうちの 1 つの商品を他の商品とすることは「縦割り」の観点から立法をもってしても難しい問題であった。

この問題に対して、本論文は、投資型生命保険を 1 つの法律関係とみるのではなく、複数の分解するアプローチをとり、投資運用部分を証券投資ファンドと性質決定することで、証券規制を適用する法律構成を示した。これは、証券規制の適用範囲を米国のような一般条項型にするというラディカルな改正をすることなく、また、銀行・保険・証券の分類を完全に崩壊させることなく、スマートに解決することのできる提案を示したといえる。日本法において「証券投資ファンド」なる私法上の契約があるわけではないものの、日本の金融商品取引法上の集団的投資スキーム持分（金商法 2 条 2 項 5 号）の法的性質決定と同列に論じることで解決が見えてこよう。このような投資型生命保険の私法上の法律関係の分析を行った点でも本論文には新規性が認められる。

そのほか、中国の保険法、資本市場法に対して具体的な立法論を網羅的に提示した点も評価に値する。

そして、結論として、アメリカ法のとる金融商品の機能に従ったアプローチ、すなわち「形式より実質」アプローチが望ましいとし、そのために単一の監督機関を設ける必要はなく、複数の機関が連携・協働することで実現可能であるとする。これは、現在、Fintech と呼ばれる新たなプレイヤーによる新たな金融サービスの提供によって、金融サービスの形がアンバンドリング・リバンドリングされ、伝統的な銀行・保険・証券という金融規制のフレームワークを機能ごとに変更しなくてはならないという多くの国の抱える問題意識（日本では金融審議会・金融制度スタディ・グループ「金融制度スタディ・グループ中間整理―機能別・横断的な金融規制体系に向けて―」（平成 30 年 6 月 19 日）、金融審議会・金融制度スタディ・グループ『『決済』法制及び金融サービス仲介法制に係る制度整備についての報告「基本的な考え方」』（2019 年 7 月 26 日）など）を共有しつつ、1 つの解決策の指針を示唆するものである。

そして、このような機能別アプローチが望ましいにもかかわらず、なぜ実現しないのかという問題に、中国とアメリカの対比から果敢に取り組んだ点も高く評価できる。

しかしながら、本論文にも、まだなお問題点や課題が残されている。特に、中国が「形式

より実質」アプローチを採用できない原因を path-dependence theory に求めたが、同理論は、本来は、convergence（収斂）しない2つの異なる制度がある場合において、いずれの制度の優劣も決せられない・無差別である場合に用いられる議論である (Lucian Arye Bebchuk & Mark J. Roe, *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, in CONVERGENCE AND PERSISTENCE IN CORPORATE GOVERNANCE 69 (Jeffery N. Gordon & Mark J. Roe eds., 2004))。本論文は、明示的に、縦割りアプローチよりも、「形式より実質」アプローチが望ましいと論じているのであるから、path-dependence theory で説明する点はおかしい。

この点を描くとしても、本論文が path-dependence theory を掲げたのは、現在、縦割り型アプローチを採用している国家にはそれなりの理由があり、「形式より実質」アプローチへと移行することは非常に難しいということを述べたかったのではないか。そうすると、上記の Fintech に関連する問題と面している日本も含め、既存の縦割り型アプローチから、「形式より実質」アプローチへの移行は絶望的ということになりはしないか。このような悲しい結論はやむをえないのかもしれないが、規範的な主張をしたのであれば、より未来志向型の現実的妥当な結論が望まれる。

そのような本論文の課題を踏まえると、アメリカと中国という両極端の二か国のみを分析対象としたことに限界があったのではないかと思われる。本論文は、一方では縦割り規制アプローチの最たる例として中国を挙げ、他方では、「形式より実質」アプローチの最たる例として米国法を挙げる。そして、しばしば言及される日本法と台湾法は、その両者の中間にある者として位置づけられている様子である。

しかしながら、金融セクターの監督機関が分散化している中国、アメリカに対して、日本（金融庁）、台湾（金融監督管理委員会〔金管会、FSC〕）は金融セクターの監督機関は統合しているという点に大きな違いがある。たしかに、日本や台湾では、投資型生命保険を証券ではなく保険と性質決定し、保険規制を課す点では中国と共通し、販売段階では銀行・保険・証券の伝統的な分類を超えた横断的な金融商品販売規制を用意している点では米国と共通する。だが、金融監督に関する規制監督機関が1つに統一されている点ではアメリカよりも機能に応じた分野横断的な金融規制を設計しやすい立場にあり、少なくとも日本ではその方向が示されている。他方で、投資型生命保険のみならず仮想通貨（暗号資産）のような新たな種類の金融商品に対して、アメリカのような規制監督機関間の積極的な規制適用の競争が行われることはない。

そこで、金融セクターの監督機関を統合化・単一化していくことで実現できる横断規制の在り方と、監督機関を分散したままの形で実現できる横断的な規制とで規制の在り方が異なってくるのではないかということが推察される。機能ごとの横断規制の実現という同じ目標にも、統一的・横断的な実体ルールの実現を目指す日本や台湾型と、実体ルールの統合はあきらめ縦割りとなっている複数の監督機関の規制適用の競争に委ねるアメリカ型との2つがあり、それこそが path-dependence となるのではないか。そして、中国は、現在、監



督機関が複数あるためアメリカ型に近いといえるが、強大な中央集権型の政府であることや連邦と州の権限分配の問題が存在しないことなどを踏まえると、必ずしもアメリカ型が目指すべき唯一の道とは思えないのである。

このような観点から理想を言えば、FSAによって単一機関化している英国や BaFin（連邦金融監督庁）を有するドイツなど比較法対象国を拡大すればより包括的な研究が実現できるであろう。しかし、それには膨大な時間がかかることや海外研究者・実務家との共同研究が必要となることが予想される。そこで、さしあたり、現在の提出者の研究の進捗状況や語学力等を踏まえると、比較的短期間に比較研究ができる法圏として日本や台湾についてより詳細な検討・分析がなされれば、7章の結論部分はより実りあるものとなったのではなかろうか。

最後に付言するに、本論文が、難解かつ複雑怪奇なアメリカの金融規制を横断的に分析する日本・中国では貴重な包括研究であることからすると、英語・中国語のみならず、日本語でも公表されれば、学界に対する貢献はより大きなものとなったのではないかと推量する。